

RÉFLEXION

REVUE 2^{ième} TRIMESTRE 2021

www.cristallin.ca

SOMMAIRE

FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE	1
• ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ	1
• TITRES CONVERTIBLES	1
• REVENU FIXE	2
ÉCONOMIE	3
PERSPECTIVES	3

Ce succès s'explique en partie par notre décision bien avisée d'éviter les transactions portant sur des entreprises technologiques.



ans de passion et de rendement
years of passion and performance

GESTIONNAIRE CANADIEN DE
FONDS ALTERNATIFS, DEPUIS 1998
DEPUIS 1998

1002, rue Sherbrooke Ouest
Bureau 1525
Montréal (Québec)
Canada H3A 3L6

TÉL. +1 514 284 0248
info@cristallin.ca

FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE

Bien que nous ayons eu à affronter une certaine adversité dans notre stratégie d'arbitrage sur la courbe de rendement, l'ensemble de nos activités a généré un rendement intéressant au deuxième trimestre. Et malgré une forte dichotomie entre l'état de l'économie et la valorisation des actifs financiers, l'effet de l'installation d'une nouvelle administration démocrate aux États-Unis et l'incertitude quant au moment où la Réserve fédérale américaine (la Fed) modifiera sa politique monétaire, nous sommes confiants dans la possibilité de poursuivre sur cette lancée. Voyons comment cela se recoupe dans nos principales stratégies.

ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ

Les conditions demeurent favorables

Au premier trimestre, nous avons noté que l'environnement était des plus favorable à la réalisation de solides rendements pour les activités d'arbitrage de fusions et d'acquisitions. Et cette situation se poursuit. L'activité est demeurée très soutenue au cours des trois derniers mois, ce qui nous amènes à participer à 41 nouvelles transactions, la plupart profitables. Le segment fusions et acquisitions a ainsi généré un excellent rendement pour le trimestre.

Ce succès s'explique en partie par notre décision bien avisée d'éviter les transactions portant sur des entreprises technologiques. Comme on le craignait, la Chine ne cesse de retarder l'approbation de ces transactions pour divers motifs, dont plusieurs semblent d'ordre politique. La rhétorique entre la Chine et les États-Unis s'envenime manifestement, et il est difficile de prédire où cela nous mènera. Rien ne permet de croire à un règlement rapide de ces différends.

La passation du pouvoir ne se fait pas sans heurts

Aux États-Unis, la passation du pouvoir des républicains aux démocrates réduit malheureusement pour l'instant l'efficacité de la Federal Trade Commission (FTC). D'abord, la lenteur à nommer de nouveaux commissaires retarde l'analyse et l'approbation des dossiers. Mais aussi, les administrations démocrates étant par nature plutôt pro-consommateur que pro-entreprise, le risque qu'un plus grand nombre de transactions soient refusées est maintenant accru.

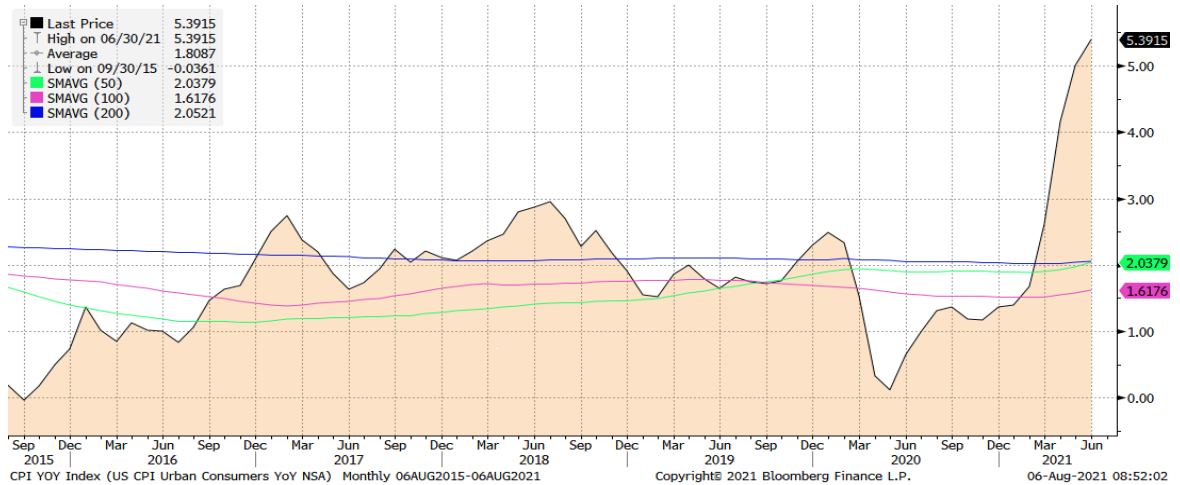
À cet égard, le procureur général des États-Unis, Merrick Garland, a déposé, le mercredi 16 juin, une demande en matière civile visant à bloquer le projet d'acquisition de Willis Towers Watson par Aon au motif que ce projet contreviendrait aux lois antitrust. La transaction est évaluée à 30 milliards de dollars américains, et les observateurs croyaient les négociations sur le point d'aboutir. Comme nous ne détenions qu'une petite position dans cette transaction, la perte subie s'avérait minime et nous avons préféré liquider notre position plutôt que d'attendre la décision du tribunal.

TITRES CONVERTIBLES

Le deuxième trimestre s'amorça comme le précédent s'était terminé alors que les obligations convertibles faiblissaient et que les écarts de crédit s'élargissaient. Le mois de mai amena une certaine stabilisation du marché; toutefois, en juin, les investisseurs recommencèrent à faire complètement abstraction du risque, et les prix augmentèrent sensiblement. Nous avons accru nos positions en mars et en avril, mais ces conditions de marché, où les investisseurs

De juillet 1998 à juin 2021	REND. ANNUALISÉ (%) net de tout frais						Volatil.	Correl.	% Mois > 0	Ratio Sharpe
	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	15 ans	Créat.				
Fonds d'Arbitrage Améthyste	13.0%	2.2%	3.4%	4.1%	5.4%	7.5%	8.1%	-	74%	0.66
HFRI - Global Fund Weighted	29.2%	8.5%	7.8%	5.1%	5.0%	6.6%	7.0%	0.48	66%	0.64
S&P/TSX Composite (TR)	33.9%	10.8%	10.8%	7.4%	6.8%	7.1%	14.9%	0.49	63%	0.33
EAFE World Equity (TR)	29.4%	5.6%	7.5%	3.0%	1.6%	2.3%	16.8%	0.44	56%	0.01
FTSE CAN Long Term Bond	-6.9%	5.1%	3.5%	6.0%	6.3%	6.6%	7.2%	0.13	61%	0.61

Indice américain des prix à la consommation (CPI).



privilégie la prise de risque à outrance, nous permettent maintenant de poursuivre le rééquilibrage du portefeuille et de rajuster notre delta au niveau désiré, réduisant ainsi le risque.

De plus, nous recherchons activement les occasions d'investir dans des titres convertibles dont le prix s'approche du point pivot où ils sont totalement couverts par une position à découvert dans les actions de la compagnie, et où le prix de l'obligation convertible diminuera moins vite que le cours de l'action en cas de recul rapide du marché, générant ainsi un gain sur l'ensemble de la position. Nous privilégions aussi, lorsque les occasions se présentent, les obligations à plus longue échéance afin d'atténuer l'effet de décroissance de la prime lorsque l'échéance du titre approche.

Les possibilités abondent

Nul doute que le marché offre présentement plusieurs possibilités attrayantes, compte tenu du grand nombre de nouvelles émissions effectuées l'année dernière. Cette situation nous permet de choisir les crédits, les coupons, les échéances et les primes qui correspondent à nos objectifs de qualité et à nos critères de gestion de risque. Néanmoins, malgré ces conditions de marché intéressantes, l'évaluation très élevée du marché des actions, principalement pour les titres de très grande capitalisation, nous incite à la prudence.

REVENU FIXE

Deux de nos trois « moteurs d'alpha » ont occasionné des pertes au deuxième trimestre. Malgré cette période plus difficile, nous croyons que les facteurs qui ont causé ces pertes s'inverseront à plus ou moins court terme et que nous profiterons alors amplement de notre positionnement actuel.

Comme c'est souvent le cas quand survient un événement inattendu, nous avons subi une perte au prix du marché lorsque, à la conclusion de la réunion de la Fed, on apprenait que plusieurs membres s'attendaient à ce que l'organisme amorce une hausse des taux d'intérêt plus tôt que ce que les participants au marché anticipaient. L'effet sur la courbe de rendement a été immé-

diat, et celle-ci s'est aplatie de façon significative.

Un aplatissement temporaire

Depuis le premier trimestre, notre stratégie consistait à détenir la position inverse, soit celle misant sur une accentuation de la courbe plutôt qu'un aplatissement. L'effet des échos en provenance de la Fed nous a d'autant plus étonnés qu'une contraction de la courbe aussi rapide et d'une telle ampleur ne s'était produite qu'à deux reprises en 20 ans, soit en 2009 et en mars 2020. L'histoire nous enseigne toutefois que l'impact sur la courbe d'une surprise de ce genre se résorbe généralement en moins de 3 mois. voire très rapidement parfois, comme en 2020, alors qu'il n'a fallu que 15 jours.

Nous n'avons pas modifié notre position, parce que cette perte ne dépassait pas le niveau prévu par nos règles de gestion de risque et que nous croyons que notre stratégie d'arbitrage sur l'accentuation de la courbe de rendement est encore fondamentalement justifiée. D'abord, avant que l'on assiste à une hausse de taux d'intérêt, le programme d'assouplissement quantitatif par lequel la Fed achète chaque mois de grandes quantités de titres devra sous doute prendre fin. Et rien n'a été annoncé en ce sens jusqu'à maintenant. Les dirigeants de la Fed se sont contentés d'indiquer qu'ils en discutaient. De plus, la thèse que la hausse de l'inflation à laquelle on assiste actuellement ne sera que temporaire est loin de nous convaincre. Bien qu'une part de cette hausse puisse être transitoire, le reste sera plus permanent, et nous croyons que, pour les mois à venir, le niveau de l'inflation sera supérieur à la moyenne que nous connaissions depuis 2008.

Des écarts invitants sur les titres d'agences

L'arbitrage des écarts de crédit s'avère un autre segment de nos opérations dont la dynamique est quelque peu inhabituelle. Depuis plusieurs mois, les écarts sur les titres d'organismes fédéraux (ou titres d'agences) sont les plus attrayants. Depuis l'automne, en fait, ces titres nous semblent bon marché. Mais la situation perdure à tel point qu'on

...la thèse que la hausse de l'inflation à laquelle on assiste actuellement ne sera que temporaire est loin de nous convaincre.

Rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans



peut maintenant les acheter à prime par rapport aux titres provinciaux. Comme les organismes fédéraux jouissent d'une meilleure qualité de crédit et que leurs titres sont plus liquides, cette situation, qui n'est pas viable à moyen terme, offre des occasions d'arbitrage fort intéressantes. Nous nous devons donc de conserver patiemment nos positions afin d'en retirer les bénéfices.

ÉCONOMIE ET MARCHÉS FINANCIERS

Il n'est certainement pas facile de prévoir avec exactitude l'ampleur de la relance économique qui suivra la pandémie. Le fort ralentissement du commerce et de la production de biens et services durant la pandémie a créé un déséquilibre tel dans les séries de données que celles-ci deviennent difficilement comparables d'une période à l'autre. Toutefois, les difficultés des chaînes d'approvisionnement à satisfaire à la demande dans plusieurs secteurs démontrent sans équivoque que l'activité économique a retrouvé une très forte cadence. La Fed a d'ailleurs relevé sa prévision de croissance du PIB réel pour 2021 de 6,5 % à 7,0 % lors de sa réunion du 16 juin. En même temps, elle indiquait que la demande des consommateurs risquait de pousser le taux d'inflation à 3,4 % en fin d'année, plutôt qu'à 2,4 % comme elle le prévoyait auparavant. Résultat : son président, Jerome Powell, a déclaré que les dirigeants de l'organisme avaient entamé des discussions sur une éventuelle diminution de ses achats mensuels de titres obligataires.

Les marchés boursiers nord-américains ont maintenu une tendance haussière et ont atteint de nouveaux sommets pendant le trimestre. Autant l'indice américain S&P 500 que l'indice canadien S&P/TSX sont en hausse de plus de 15 % depuis le début de l'année. Quant aux obligations, le rendement des obligations américaines de 10 ans a subi une baisse importante, leur taux passant de 1,72 % à 1,44 %. Et cette tendance semble vouloir se poursuivre en début de troisième trimestre alors que les récents propos du président de la Fed indiquant la possibilité d'une hausse des taux

plus tôt que prévu ont entraîné un aplatissement notable de la courbe de rendement.

Sur les marchés des matières premières, la hausse des prix a été remarquable. Le pétrole, notamment, a poursuivi son ascension et affiche une augmentation de plus de 50 % depuis le début de l'année. Le panier composé des principales matières premières est pour sa part en hausse de 15 % au deuxième trimestre et de 31 % depuis janvier. La majorité des produits agricoles connaissent également des augmentations de prix importantes.

PERSPECTIVES

Tous les regards se tournent vers l'inflation

L'inflation risque fort d'être le principal sujet de discussion au cours du troisième trimestre. L'indice américain des prix à la consommation (IPC) a poursuivi sa hausse en juin, augmentant de 0,9 point de pourcentage. **La variation annuelle de l'IPC atteint maintenant 5,4 %, ce qui constitue un sommet depuis juillet 2008.** On tente de se reconforter à la vue de ce chiffre en considérant que la composante dont le prix a le plus augmenté est celle des voitures d'occasion. Par ailleurs, l'inflation de base, qui exclut les aliments et l'énergie et guide généralement les décisions de politique monétaire, se situe à 4,5 %. Il faut remonter à novembre 1991 pour retrouver un niveau aussi élevé. L'inflation en juin s'est révélée supérieure aux prévisions des économistes, et nul doute que les experts seront à l'affût lors de la publication des prochains chiffres.

Les implications de l'inflation pour la politique monétaire risquent d'être importantes. À ce jour, le discours tenu par les dirigeants de la Fed et du Département du Trésor américain consiste à expliquer que la hausse de l'inflation sera temporaire puisqu'elle est causée par la vigueur de la reprise économique, et à affirmer que l'on retrouvera rapidement des niveaux d'inflation un peu plus coutumiers. Le chiffre de juin permet peut-être de

...les difficultés des chaînes d'approvisionnement à satisfaire à la demande dans plusieurs secteurs démontrent sans équivoque que l'activité économique a retrouvé une très forte cadence.



mettre en doute cette affirmation; les résultats des prochains mois le diront. Chose certaine, il faudra composer avec la possibilité que la Fed entame la normalisation de sa politique monétaire plus tôt que prévu.

La Banque du Canada et les élections fédérales

Il semble de plus en plus certain que le Canada se dirige vers des élections générales à l'automne. L'administration Trudeau a souvent été attaquée pour ses tergiversations dans certains dossiers qui ont fait les manchettes. Mais force est de constater que la gestion de la pandémie a redoré son blason. Et comme il s'agissait du plus important dossier que le gouvernement a eu à gérer depuis un an et demi, les retombées sur l'opinion publique seront fort probablement positives.

Par ailleurs, la tenue d'élections pourrait entraver le travail de la Banque du Canada. Celle-ci s'est montrée plus disposée que la Fed à entreprendre une certaine normalisation de sa politique monétaire. Elle a déjà commencé à réduire ses achats mensuels d'obligations, et ***il devient de plus en plus évident que l'on assistera à des hausses de taux d'intérêt au Canada avant que cela ne se produise aux États-Unis.*** Mais il est rare qu'une banque centrale pose un geste important en période électorale.